

OPINION

거시금융실

2025년 거시경제 주요 이슈*

본 고에서는 2025년 거시경제의 주요 이슈로 트럼프 1기 행정부 무역정책 분석 및 시사점과 함께 민간 소비의 회복 가능성, 환율 여건 및 전망에 대해 논의한다. 먼저, 트럼프 1기 행정부는 유리한 무역조건 확보를 위해 공세적인 무역정책을 시행하였으나 이는 오히려 불확실성을 확대하여 미국의 성장에 부정적인 영향을 초래한 바 있다. 2기 트럼프 행정부 출범에 따라 무역정책의 불확실성은 한층 더 높아졌는데 이는 우리나라의 수출을 추가로 둔화시켜 성장의 하방 요인으로 작용할 것으로 전망된다. 다음으로, 2025년 중 민간 소비는 수출 둔화와 소비심리 악화가 부정적인 요인으로 작용함에 따라 빠르게 회복되기 어려울 것으로 예상된다. 다만, 하반기에는 기준금리 인하의 효과가 시차를 두고 나타나면서 민간 소비가 다소 회복세를 보일 것으로 분석된다. 마지막으로 원/달러 환율의 경우, 2025년 하반기에는 국내 불확실성 완화와 세계국채지수 추종 자금 유입 등에 따라 점진적으로 하향될 것으로 전망된다. 그럼에도 대외적인 강달러 요인과 국내 경기둔화 등으로 원/달러 환율의 하방경직성이 지속되는 가운데, 당분간 높은 변동성이 예상된다는 점에 유의할 필요가 있다.

국내 경제 전망과 이슈 논의 배경

2024년 국내 경제는 불안정한 성장세를 보였다. 국내 GDP는 2.0% 성장하면서 연간 기준으로는 이전에 비해 개선된 모습이지만, 분기별로 보면, 1분기에 높은 성장세(전분기비 1.3%)를 나타냈으나 2분기에는 마이너스 성장으로 반전되었고, 3분기와 4분기에는 모두 0.1% 성장하는 데 그쳤다. 2024년의 성장을 견인했던 수출은 2025년 들어 부문별 업황이 엇갈리면서 증가세가 약화될 것으로 예상된다. 내수의 경우, 2025년 상반기까지는 국내의 불확실성 확대에 의해 민간 소비와 설비투자가 정체되어 큰 회복세를 보이기 어려울 것으로 판단된다. 이러한 점을 고려할 때, 2025년의 국내 GDP 성장률은 1.6%를 나타내면서 전년에 비해 성장세가 둔화될 것으로 전망된다. 소비자물가는 국제 원자재 가격이 제한적인 범위에서 변동하고, 국내 GDP갭의 마이너스 폭 확대 등 수요 측면의 하방 요인이 작용하면서 2.0% 상승할 것으로 보인다.¹⁾ 한편, 전술한 바와 같이 물가상승률이 한국은행의 목표 수준에 근접하는 가운데 실물 경제 둔화가 우려된다는 점을 고려할 때, 통화정책은 경기 중심으로 운용될 것으로 판단된다. 이에 따라 2025년 중 기준금리는 총 75bp 인하될 것으로 예상된다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 다만, 고환율이 지속되면서 원/달러 환율이 연평균 1,400원 증반대를 유지하는 경우 상기 전망보다 소비자물가 상승률이 0.1~0.2%p 더 높아질 것으로 분석된다.

전술한 거시경제 전망에서 주요 리스크 요인 중 하나로 트럼프 행정부의 무역정책을 들 수 있다. 최근 멕시코, 캐나다를 대상으로 한 미국의 고율 관세 부과 방침이 돌발적으로 발표되었다가 그 시행이 일시 유예된 바 있다. 트럼프 1기 행정부에서 이러한 공세적 무역정책이 일회성이나 단기 이벤트로 그치지 않았다는 점을 고려할 때, 당시의 무역정책에 대해 짚어보면서 그 시사점에 대해 논의해 볼 필요가 있다. 한편, 대외 여건 악화로 수출 증가세 둔화가 예상되는 만큼, 민간 소비를 중심으로 한 내수의 회복 여부가 2025년의 성장경로에 중요한 역할을 할 것으로 판단된다. 이에 따라 민간 소비와 관련된 주요 여건과 그 영향을 분석하고 향후 추이에 대해 전망해 보아야 할 것으로 생각된다. 아울러, 성장세 회복을 위해 통화정책을 통한 정책 대응이 긴요한 상황이지만 고환율로 기준금리 인하가 지연되고, 수입물가 상승 등으로 인해 부정적인 영향이 확대될 수 있다. 따라서 앞으로의 거시경제 흐름에 있어 환율이 중요한 변수로 작용할 것으로 판단된다. 본고는 이상과 같은 필요성을 고려하여 트럼프 1기 행정부 무역정책 분석 및 시사점, 민간 소비의 회복 가능성, 환율 여건 및 전망을 주요 이슈로 논의하고자 한다.

거시경제 주요 이슈 1: 트럼프 1기 행정부 무역정책 분석 및 시사점

최근 트럼프 행정부는 캐나다와 멕시코에 고율 관세를 부과하는 행정명령을 발표했으나, 시행을 1개월 유예하였다. 중국에 대해서는 모든 수입품에 대해 관세율을 10%p 인상하였으며 유럽연합에 대해서도 자동차 등 핵심 산업에 대한 관세 부과 위협이 증가하고 있다. 또한 철강 및 알루미늄에 대한 25% 관세 부과 계획이 발표되었다. 이와 같이 트럼프 행정부의 관세 정책이 주요 예측기관들의 당초 예상보다 빠르고 광범위한 방향으로 진행되고 있는 만큼 향후 미국 무역정책의 전개 양상을 가늠하기 매우 어려운 상황이다.

트럼프 1기 당시 미국은 태양광 패널, 세탁기, 철강 및 알루미늄 등에 관세를 부과하는 한편, 중국에 대해 4차례에 걸쳐 관세 부과 품목을 확대하였다(〈표 1〉 참조). 트럼프 1기 행정부의 무역정책은 무역분쟁의 강도를 급격히 높인 뒤, 이를 협상 카드로 활용하여 상대국과의 합의를 이끌어내는 특징을 보였다. 철강 관련 분쟁을 통해 한국, 캐나다 및 멕시코와 맺은 기존 자유무역협정을 개정하였으며, 중국에 대해서는 단계적으로 관세 대상 품목을 확대하여 미국산 제품 수입을 확대하는 1단계 무역협정을 체결하였다. 이번에도 캐나다 및 멕시코에 대한 관세 부과에 대한 행정명령을 바탕으로 불법 이민 및 마약류 단속에 대한 합의를 끌어냈다.²⁾ 또한, 금번 행정명령에서 대중 수입품에 대한 관세율 인상이 상대적으로 절제된 10%p 수준에서 이뤄진 것 역시 향후 2단계 무역협정의 체결 여지를 남겨두려는

2) 다만, 이러한 과정을 통해 미국이 외교적 승리라는 명분을 얻었으나 실리까지 얻게 된 것은 아니다. 미중 무역 협상 1단계 합의의 경우에도 무역 갈등이 완화되었을 뿐, 미국 측의 실질적 성과는 의문시되었으며 이후 코로나19 감염확산으로 양국 모두 팬데믹 대응에 주력하면서 무역 협상의 이행은 우선순위에서 밀려났다. 캐나다 및 멕시코와의 협의 과정에서도 양국이 불법 이민과 마약류 단속을 위해 국경에 일정한 병력 배치에 합의했으나, 이는 기존 배치 병력과 유사한 수준에 그쳤다.

의도로 볼 수 있다.

〈표 1〉 트럼프 1기 행정부 기간 중 대중 관세율 인상 주요 일지

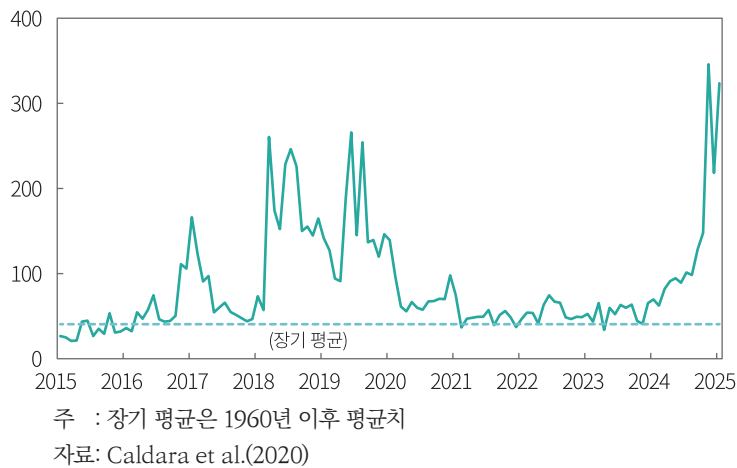
날짜	주요 내용	
2018년	2월	· 1974년 무역법 제201조(세이프가드)에 근거 태양광 패널 및 세탁기에 관세 부과
	3월	· 1962년 무역확장법 제232조(국가안보)에 근거 철강 및 알루미늄에 관세 부과 · 1974년 무역법 제301조(불공정무역)에 근거 500억달러 상당의 중국산 제품에 대한 관세 부과 계획 발표
	7월	· 중국산 1차 품목(340억달러)에 대한 관세(25%) 부과
	8월	· 중국산 2차 품목(160억달러)에 대한 관세(25%) 부과
	9월	· 중국산 3차 품목(2,000억달러)에 대한 관세(10%) 부과
2019년	6월	· 중국산 3차 품목(2,000억달러)에 대한 관세율 인상(10%→25%)
	8월	· 중국산 4차 품목(3,000억달러)에 대한 관세 부과 계획 발표
	9월	· 중국산 4차 품목중 일부(List 4a, 1,120억달러)에 대한 관세(15%) 부과 · 중국산 4차 품목중 나머지(List 4b, 1,600억달러)에 대한 12월중 관세 부과 계획
	12월	· 미중 무역협상 1단계 합의로 List 4b에 대한 관세 부과 철회 및 List 4a에 대한 관세율 인하(15%→7.5%)

그렇다면 트럼프 행정부의 공세적 관세위협이 미국에 유리한 무역조건을 얻기 위해 활용될 뿐, 실제 관세 부과는 단기간에 그치게 된다면 미국 경제에 미치는 영향은 제한적일 것인가? 트럼프 행정부의 무역전쟁은 관세 부과에 따른 직접적인 영향뿐만 아니라 무역정책의 불확실성에 따른 간접 효과를 유발한다. 특히, 선행 연구들에 따르면 무역정책 불확실성은 기업의 설비투자를 지연시키는 한편 금융시장의 불안을 유발하여 성장에 부정적 영향을 초래하는 것으로 나타났다. <그림 1>에서 나타난 바와 같이 미국의 무역정책 불확실성은 2018~2019년 동안 크게 상승하여 1960년 이후 장기 평균을 크게 상회하였으며, 최근 트럼프 대통령의 재선으로 이미 2018~2019년 당시 수준을 훨씬 초과하는 수준까지 상승하였다. 트럼프 1기 당시 무역정책 불확실성이 미국 경제에 미친 영향을 분석³⁾해 본 결과 성장률을 0.2~0.3%p 하락시킨 것으로 추정된다. 현 트럼프 행정부가 취임 초반부터 다양한 관세 부과 계획을 발표하면서 실물경제 및 금융시장의 불안을 조장하고 있는 점을 볼 때, 미국과 글로벌 경제성장률이 당초 예상보다 하향 조정될 것으로 판단된다. 특히, 트럼프 1기보다 정책 불확실성이 더욱 커진 상황에서, 이러한 대외 불안은 실제 관세 부과 여부와 관계없이 이미 둔화가 예상되는 우리나라의 수출에 추가적인 부담으로 작용하여 성장의 하방 압력으로 작용할 전망이다. 실증 분석에 따르면, 트럼

3) Boer & Rieth(2024)의 모형을 수정하여 미국의 GDP 대비 관세수입, 수입, 물가지수, 무역정책 불확실성 지수, VIX, GDP로 구성된 VAR 모형을 통해 분석을 수행했다. 충격 식별을 위해 부호제약을 활용했으며, 무역정책 불확실성 충격은 무역정책 불확실성 지수와 VIX의 상승으로 정의했다.

프 1기 수준의 강도로 2025년에는 무역정책의 불확실성, 2026년에는 실제 관세 부과가 영향을 미친다고 가정⁴⁾할 경우, 2026년에 큰 영향이 나타나면서 우리나라의 성장률이 0.25%p 낮아지는 것으로 추정된다. 단, 우리의 주력 수출 품목에 직접적인 관세 부과가 이루어질 때는 상기 추정 결과보다 크고 즉각적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

〈그림 1〉 미국의 무역정책 불확실성

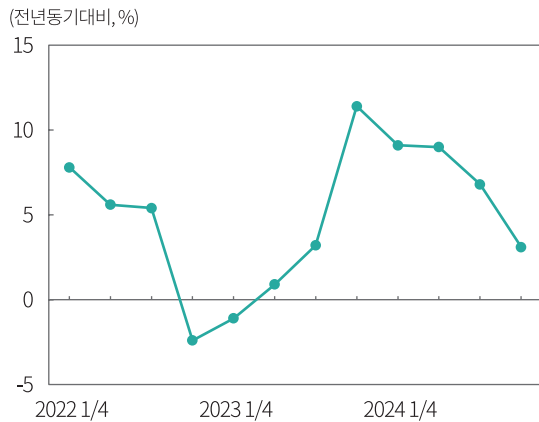


거시경제 주요 이슈 2: 민간 소비의 회복 가능성

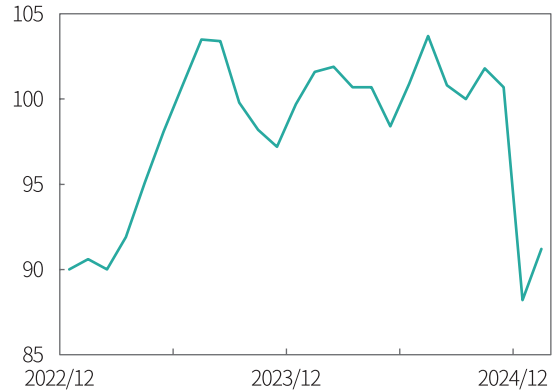
2025년에는 수출의 성장기여도가 축소될 것으로 예상됨에 따라 향후 성장경로에서 민간 소비의 회복 여부가 중요한 변수로 작용할 것으로 전망된다. 민간 소비와 관련된 주요 여건을 살펴보면, 수출과 소비심리는 부정적인 요인, 통화정책은 긍정적인 요인으로 작용할 것으로 평가된다. 즉, 수출 증가세 둔화(〈그림 2〉)로 인해 가계의 소득 기반이 약화되는 한편, 트럼프 행정부 출범에 따른 대외 불확실성과 함께 국내 불확실성 확대로 소비심리가 악화되면서(〈그림 3〉) 소비에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 반면, 2024년 4분기에 시작된 기준금리 인하 사이클은 가계의 소비 여력을 확대하고 저축 대비 소비 유인을 높이는 데 기여할 것으로 판단된다. 아래에서는 이러한 상충 요인들의 동태적인 영향을 통해 2025년 중 민간 소비의 회복 가능성에 대해 보다 구체적으로 분석해 보았다.

4) 이러한 가정 하에서 미국의 성장률은 2025년과 2026년에 각각 0.2%p 및 0.6%p 낮아지게 된다.

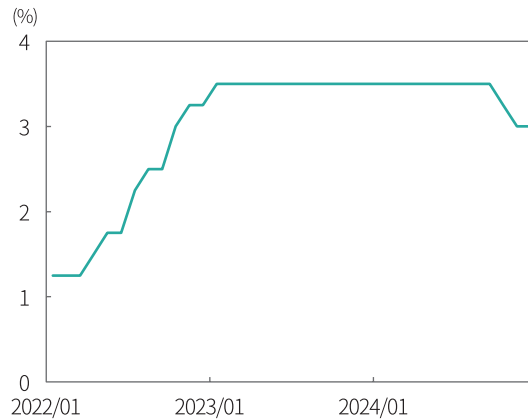
〈그림 2〉 수출 증가율 추이



〈그림 3〉 소비자심리지수 추이



〈그림 4〉 기준금리 추이

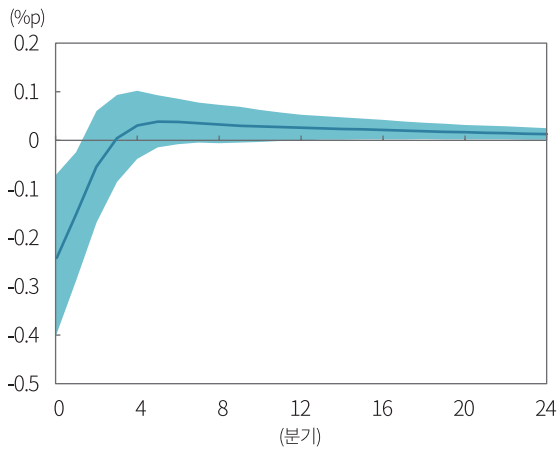


자료: 한국은행

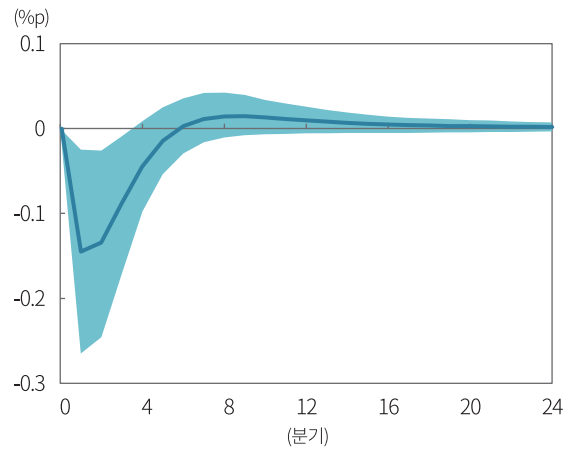
〈그림 5〉~〈그림 7〉은 수출 증가세 둔화, 소비심리 위축, 기준금리 인하에 대한 민간 소비의 충격 반응을 각각 나타내고 있다.⁵⁾ 먼저, 수출 둔화 충격이 발생하면 민간 소비는 동 분기에 최대폭으로 감소하며, 다음 분기까지 유의한 영향이 지속되는 것으로 나타났다. 그리고 소비심리 위축 충격의 경우, 1분기 후 최대 영향이 발생하며, 이후 3분기까지 유의한 영향이 지속되지만 점차 약화되는 양상이 관측된다. 반면, 금리 인하 충격은 발생 후 3~4분기 이후에 가장 큰 소비 증가 효과를 유발하며, 이후 점진적으로 영향이 약화되지만 유의미한 효과가 상당 기간 지속되는 것으로 나타났다. 즉, 수출 둔화와 소비심리 위축의 경우 큰 시차 없이 소비 감소를 유발하는 반면, 기준금리 인하의 소비 개선 효과는 상대적으로 긴 시차를 두고 점진적으로 발생하는 것으로 추정된다.

5) 이를 분석하기 위해 블록 외생성 벡터자기회귀 모형을 활용하여 충격반응함수를 추정하였다. 모형에는 미국의 무역정책 불확실성 지수, 국내 수출 증가율, 국내 민간 소비 증가율, 국내 소비자심리지수(로그 변환), 풀금리를 내생변수로 포함하였으며, 글로벌 금융위기 기간 더미변수 및 코로나 위기 기간 더미변수를 외생변수로 추가하였다.

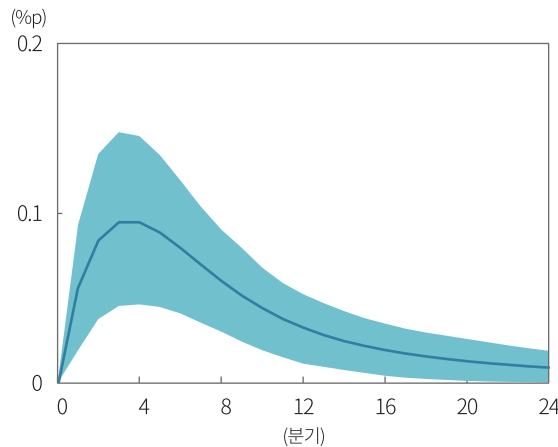
〈그림 5〉 수출 둔화 충격에 대한 민간 소비 반응



〈그림 6〉 소비심리 위축 충격에 대한 민간 소비 반응



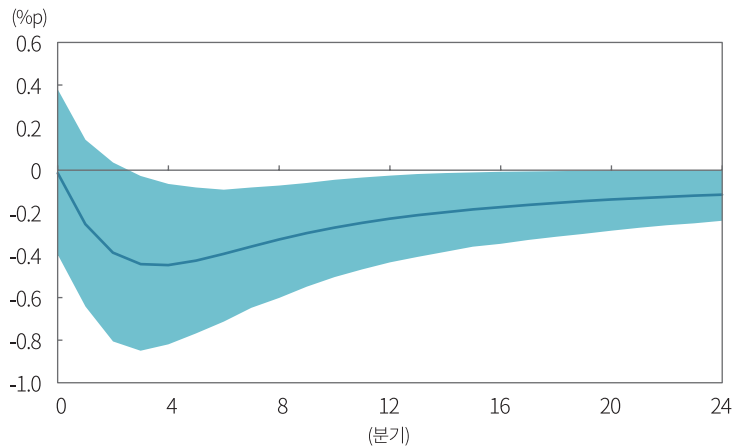
〈그림 7〉 기준금리 인하 충격에 대한 민간 소비 반응



주 : 1) 각 변수의 1표준편차 충격 발생 후 기간(분기) 경과에 따른 민간 소비의 반응
 2) 음영은 68% 신뢰구간을 나타냄
 자료: 자본시장연구원

이상의 분석 결과를 종합하면, 최근의 수출 둔화와 소비심리 악화는 2025년 상반기 동안 민간 소비 회복을 제약하는 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 반면, 하반기에는 금리 인하 효과가 보다 뚜렷해지면서 소비 여건이 점진적으로 개선될 것으로 전망된다. 다만, 미국 대선 이후 확대된 무역정책 불확실성이 시차를 두고 우리나라의 수출 여건을 악화시킬 가능성이 있으며(〈그림 8〉 참조), 이는 수출 경로를 통해 민간 소비의 하방 위협으로 작용할 우려가 있다. 따라서, 향후 미국 무역정책 불확실성의 추가 확대 가능성과 그에 따른 영향에 유의할 필요가 있다.

〈그림 8〉 미국 무역정책 불확실성 확대 시 수출의 반응



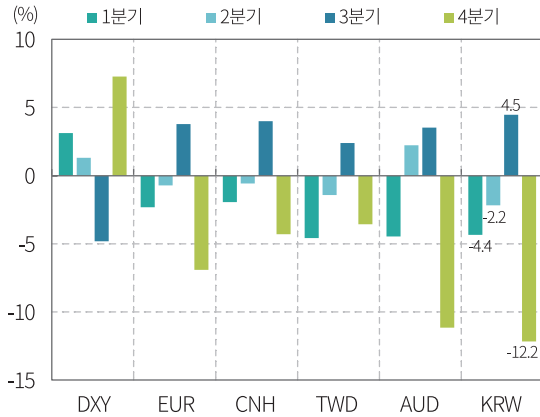
주 : 1) 1표준편차 충격 발생 후 기간(분기) 경과에 따른 수출의 반응
 2) 음영은 68% 신뢰구간을 나타냄
 자료: 자본시장연구원

거시경제 주요 이슈 3: 환율 여건 및 전망

2024년 전반적으로 볼 때 원/달러 환율은 강달러 지속, 국내 내수회복 지연, 대내외 불확실성 확대 등의 영향으로 상승세를 나타냈다. 연준의 기준금리 인하가 시작된 3분기에는 원/달러 환율이 하락하기도 했지만, 트럼프 대통령 당선 이후 글로벌 달러화의 강세 전환과 함께 국내 불확실성과 기준금리 인하 충격(11월)의 영향이 가세하면서 4분기 중 원/달러 환율은 주요국 대비 큰 폭의 상승세를 보였다(〈그림 9〉). 특히 달러화지수나 글로벌 위험선호도 등 대외요인이 주도했던 이전 추세⁶⁾와는 달리, 2024년에는 국내 기타요인의 영향이 크게 작용하면서 원/달러 환율이 상승한 것으로 분석된다. 즉, 원/달러 환율 변동요인의 역사적 분해 결과 2024년 중 원/달러 환율 변동은 국내 기타요인(+10.7%)의 영향이 달러화 지수(+4.4%) 및 MSCI EM 지수(-1.0%) 등 대외요인 대비 지배적이었던 것으로 추정된다(〈그림 10〉). 거시경제 상황을 바탕으로 생각할 때, 국내 성장률과 통화정책, 불확실성이 2024년 중 국내 기타요인의 변화를 설명할 수 있을 것으로 판단된다. 즉, 1~2분기 중 기타요인의 변화를 보면 성장률⁷⁾의 흐름과 일관된 움직임을 나타낸다는 점을 알 수 있다. 또한, 4분기에는 기타요인에 따른 원화 약세 압력이 커졌는데, 해당 시점은 기준금리 인하와 국내적인 불확실성 확대가 동반된 시기와 일치한다.

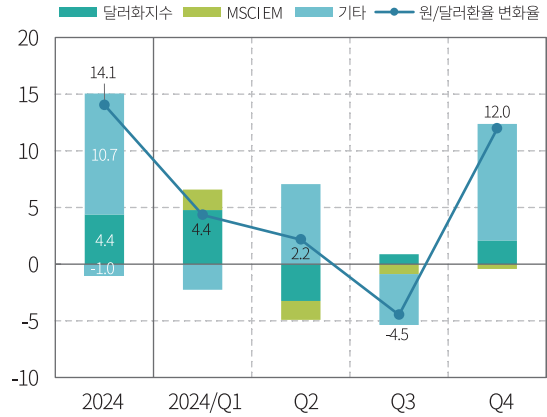
6) 이승호(2024)에 따르면 2020~23년 기간 중 원/달러 환율과 미 달러화 지수 간 상관계수는 0.96으로 과거 대비 크게 증가한 것으로 나타난다.
 7) 전술한 바와 같이 1분기에 높은 성장세(전분기비 1.3%)를 나타냈으나 2분기에는 마이너스 성장으로 반전되었다.

〈그림 9〉 2024년 분기별 주요 통화 절상률



주 : 1) 전분기 대비 증감률(음수는 해당통화 약세를 의미)
 2) DXY는 달러화지수를 의미
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

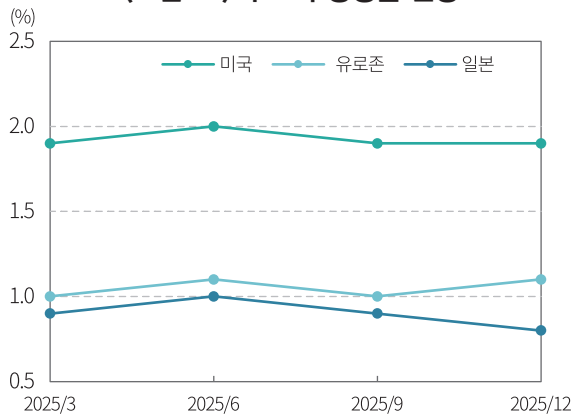
〈그림 10〉 2024년 중 원/달러 환율 변화 요인



주 : 원/달러 환율 회귀분석(2011~2024년, 분기 변화율 이용)을 통해 역사적 요인 분해(기타요인은 회귀분석 잔차항을 의미)
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

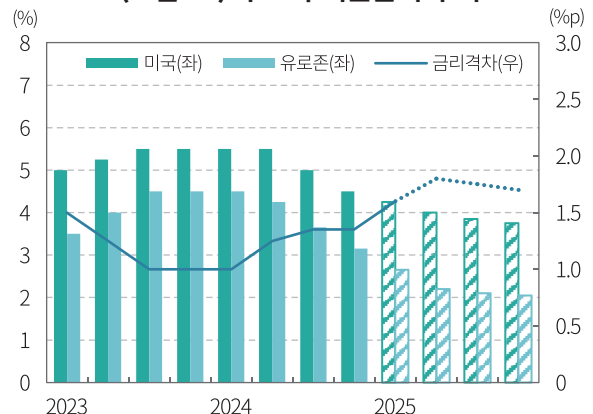
2025년 또한 글로벌 달러화 강세에 따른 원화 약세 여건이 전반적으로 유지될 것으로 전망된다. 해외 부문을 살펴보면, 미국은 일본, 유로 지역 국가들의 성장률과 큰 격차를 보이면서 미국 경제의 상대적 우위가 지속될 것으로 예상된다(〈그림 11〉 참조). 이러한 점을 감안할 때 미국과 주요국 간 성장세 차별화에 기반한 달러화 강세 요인은 당분간 지속될 가능성이 높다. 또한, 트럼프 행정부의 인플레이션 자극 정책(inflationary policy)의 여파로 연준의 금리 인하 지연이 예상되는 가운데, 성장의 하방 위험이 큰 여타 국가들은 금리 인하를 지속할 가능성이 높아 미국과 주요국 간 통화정책 차별화(divergence) 정도가 커질 것으로 전망된다(〈그림 12〉). 이와 더불어 미국과 주요국 간 무역 갈등 등에 따른 글로벌 리스크 확대로 안전자산 선호가 당분간 지속될 것으로 예상되는 만큼, 대외적 측면에서의 글로벌 달러화 강세와 이에 따른 원화 약세 압력은 연중 지속될 것으로 판단된다.

〈그림 11〉 주요국 성장률 전망



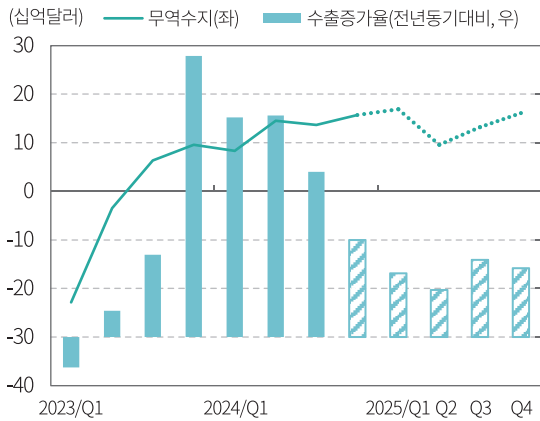
주 : 점선 및 실선은 전망치(Bloomberg)를 반영하여 표시
 자료: Bloomberg

〈그림 12〉 주요국 기준금리 추이

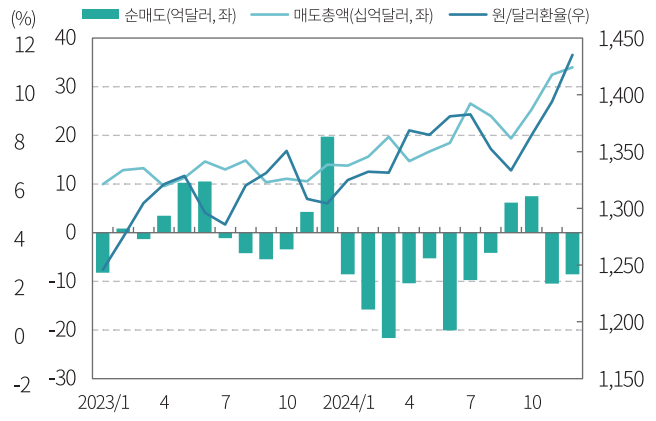


대내적 측면에서도 2025년 전반적으로 원화 약세 압력이 우세할 것으로 전망된다. 특히 국내 경기둔화와 함께 미국의 무역정책으로 우리나라의 수출 증가세가 크게 둔화될 가능성도 상존하고 있어 원/달러 환율에 대한 상방 압력이 연중 지속될 가능성이 높을 것으로 예상된다. 다만 최근의 국내 불확실성 확대가 기초적인 환율 변동 요인으로 작용할 가능성은 제한적일 것으로 판단되는 만큼, 하반기에는 국내 불확실성 해소와 더불어 원/달러 환율의 하향 안정화를 기대해 볼 수 있을 것으로 판단된다. 또한 2025년 하반기에는 우리나라 국채의 세계국채지수(WGBI) 편입에 따른 추종자금 유입⁸⁾이 예상되는 한편, 해외증권투자 수급 측면에서도 해외주식 매도 유인이 확대될 것으로 예상되고 있어 하반기 중 원/달러 환율 여건은 일부 개선될 것으로 전망된다.

〈그림 13〉 수출증가율과 무역수지 추이



〈그림 14〉 개인 해외주식투자 및 원/달러 환율 추이



주 : 점선 및 실선은 전망치(자본시장연구원)를 반영하여 표시, 무역수지는 통관기준
 자료: 한국은행, 한국예탁결제원, 자본시장연구원

이상의 대내외 여건을 종합적으로 고려할 때, 2025년 상반기 중에는 원/달러 환율이 주요국 통화 대비 높은 변동성을 보일 것으로 예상되지만, 하반기 이후 점차 하향 안정화되는 모습을 나타낼 것으로 전망된다. 즉, 대외적인 강달러 요인 지속과 국내 경기둔화 등이 겹치면서 원화 약세 요인이 우세한 가운데, 하반기 중에는 국내 불확실성 해소 등에 따라 원화 약세 압력이 일부 상쇄될 것으로 예상된다. 다만 글로벌 달러화 강세 여건이 지배적인 상황이므로 원/달러 환율의 하방경직성은 전반적으로 지속될 것으로 보인다. 또한 최근과 같은 국내 불확실성이 장기간 지속되는 경우 여타 원화 약세 요인과의 상승작용을 통해 급격한 변동성 확대를 초래할 수 있다는 점에도 유의할 필요가 있다. 따라서 정부는 적극적인 정책 대응을 통해 이를 미연에 방지할 수 있도록 노력해야 할 것이다.

8) 김한수(2023)에 따르면 WGBI 편입에 따른 총 원/달러 환율 절상효과는 최대 4.8%로 추정된다.

참고문헌

김한수, 2023, 『세계국채지수(WGBI) 편입에 따른 영향 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-02.

이승호, 2024, 미국 통화정책 변화가 원화환율에 미치는 영향과 시사점, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2024-18.

Boer, L., Rieth, M., 2024, The macroeconomic consequences of import tariffs and trade policy uncertainty, IMF Working Paper WP/24/13.

Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A., Raffo, A., 2020, The economic effects of trade policy uncertainty, *Journal of Monetary Economics* 109, 38-59.